

2017年1月23日 全8頁

欧州経済見通し デフレ懸念は後退

中央銀行を悩ます視界不良

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 2017年に入って米国ではトランプ大統領が就任し、英国ではBrexit（英国のEU離脱）実現に向けた交渉がいよいよ動き出す見込みである。これら「政治波乱」が大きな変化につながることは予想されても、それが欧州経済にピンチをもたらすのか、逆にチャンスとなるのかはまだ分からない。2017年のユーロ圏経済は緩やかな景気拡大が続く一方、英国経済は減速を予想するが、政治要因による波乱には常に警戒が必要である。
- 英国のメイ首相は1月17日にBrexitに関する政策方針を初めて公表した。EU移民の規制権限などの主権回復を優先し、EUの単一市場と関税同盟から完全に離脱する方針が示された。EU離脱後の英国は、EUや米国などと個別に自由貿易協定（FTA）を締結し、グローバルな自由貿易の担い手になることを目指すとされている。移民規制と単一市場へのアクセス維持の両立が困難と予想される中、現実的な路線を打ち出し、離脱交渉開始への地ならしをした点は評価される。ただ、これは長期に及ぶと見込まれるBrexit実現計画の最初の一步にすぎない。新たなFTAがどのような内容になるか、EU離脱後からFTA締結までの期間について円滑な移行で合意できるかなど依然として不透明材料は多い。
- 英国、ユーロ圏とも消費者物価上昇率の加速が目立ってきた。デフレ懸念後退を受けて、BOE（英中銀）は政策スタンスを緩和から中立へシフトさせつつある。一方、ECB（欧州中央銀行）は12月の理事会で政策金利と資産買取プログラムの現状維持を決めたほか、今後一段の緩和の可能性もあるとのフォワード・ガイダンスを据え置いた。足下の物価上昇率の加速の主因は原油価格の下げ止まりで、より広範囲なインフレをもたらす賃金上昇率の加速などの兆候はまだ見られないというのが理由である。もっとも、もう一つの理由は、トランプ新大統領の政策やBrexit交渉が景気やインフレに及ぼす影響を判断する手掛かりがほぼない状況で、政策変更の判断が見送られたということであろう。次回3月9日のECB理事会はECBスタッフによる景気・インフレ予想が公表されるタイミングでもあり、金融政策のスタンス変更が示唆されるか注目される。

英国経済

単一市場・関税同盟からの「完全離脱」宣言

2016年6月の国民投票で英国のEU離脱（Brexit）が決定されたが、メイ政権はどのような方針と優先順位でこの前例のないプロジェクトを進めるか明らかにしてこなかった。ようやくこの1月17日にメイ首相はBrexitに関する初めての方針説明を行った。今回明確になったのは、英国はEUの単一市場からも、関税同盟からも完全な離脱を目指すということである。

EU単一市場では域内の人、物、資本、サービスの移動の自由（4つの自由）が保証され、関税同盟では域内取引は非課税で、域外取引には共通関税が課される。英国に拠点を置く企業は、英国が単一市場と関税同盟の一員であることを前提として事業計画を構築しており、国民投票の結果判明後も、事業環境の悪化を回避するべく単一市場への自由なアクセスを可能な限り維持し、また関税同盟にはとどまるべきとの要望が少なくなかった。

主権回復を重視

メイ首相が産業界の意向に沿わない決断を下したのは、英国の主権回復をより重視したからである。とりわけ、EUからの移民を管理・規制する権限を取り戻すこと、EU司法裁判所の管轄を外れること、2国間の自由貿易協定（FTA）を締結する権限を回復することが重視されている。メイ首相はEU離脱後の英国はグローバルな自由貿易の推進役を担うとして、米国や中国を筆頭に、インドやオーストラリアなどさまざまな国と個別FTAの締結を目指す方針を示した。

とはいえ、英国にとって最大の輸出相手は約4割を占めるEUであり、その存在を無視しているわけではない。メイ首相は、財のみならずサービスも対象とした包括的なFTAを新たにEUと締結することに強い意欲を示しており、できるだけこれまでと同等の単一市場へのアクセス権を確保するとしている。EU離脱から新しいFTA締結までには数年を要すると予想されるため、メイ首相としてはEUとこの移行期間についても取り決めを行い、段階的な移行を通じてEUとの新しい関係の構築を実現させたい意向である。

一歩前進だが、ゴールは遠い

メイ政権内にはEU離脱をどのように進めるか意見の相違が大きく、EUからの移民の規制を優先課題とする意見もあれば、単一市場への自由なアクセスの維持を優先課題とする意見もある。とはいえ、EU側が「4つの自由」の受け入れを単一市場への自由なアクセスの条件として譲らない以上、この両立は困難であり、英国政府はどちらの課題を重視するか立場を明確にすることを求められていた。今回、主権回復を優先させ、単一市場と関税同盟からの完全離脱の方針が明示されたことは、方針の明確化という点で評価できる。また、メイ首相が描き出した自由貿易の中心拠点として機能する英国のあり方は、米国が保護貿易主義に傾く兆しが見える中で、英国がその流れに追随するわけではないことを示したとも考えられる。ただし、メイ首相が目指すゴールははるかに遠い。

メイ首相は3月末までにEUに離脱を通告する意向である。その後、2年間という期限で英国と欧州委員会との離脱交渉が進められることになるが、これはあくまで離脱協定に関する話し合いである。新たなFTAに関する協議が離脱協定と同時並行で開始されるのか、離脱協定が締結されたのちに開始されるのか必ずしも明確ではない。また、新たなFTAがどのような内容になるかはもちろんのこと、EU離脱後から新しいFTAが締結されるまでの期間についてスムーズな移行を可能にするための合意が英国とEU間でなされるかも今後の交渉次第である。なお、EU以外とのFTAに関しては、英国がEUを離脱してからの交渉開始となる。

投資判断への影響が注目される

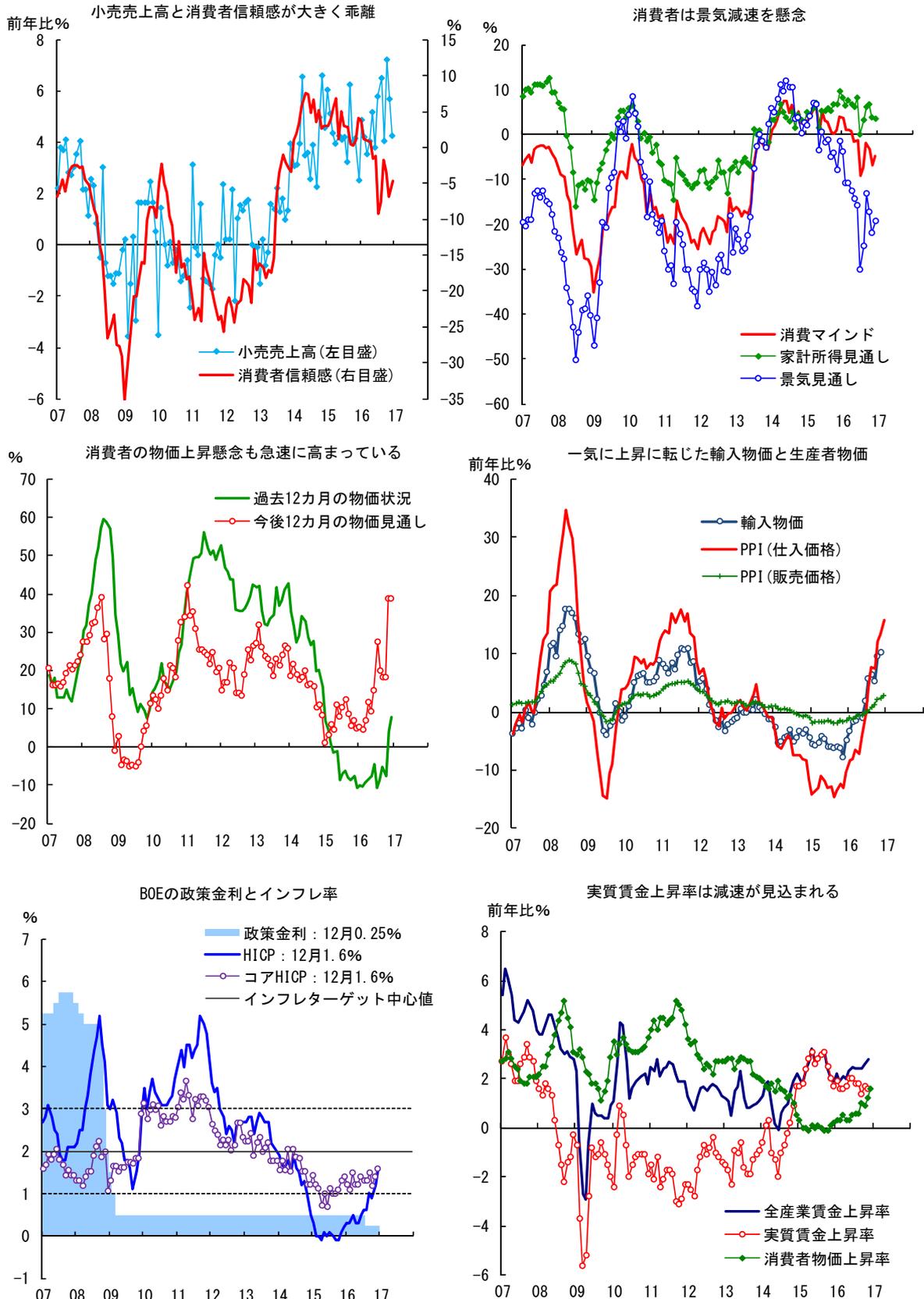
Brexitが決まってからの半年間、英国経済は予想外に堅調に推移してきた。ポンド安が景気減速を押しとどめる緩衝材となったことが一因である。業績改善期待で株価が上昇し、海外旅行者の消費が拡大し、輸出の伸びも加速に転じた。また、懸念された投資や雇用の手控えはまだ表面化していない。消費者信頼感にはBrexit決定後に悪化傾向が見られるが、小売売上高の伸びはむしろ加速している。とはいえ、英国に拠点を置く企業の多くは国民投票後に他のEU加盟国への拠点移転や、新拠点の立ち上げという選択肢の検討を開始している。今回、英国が単一市場と関税同盟から完全に離脱する方針が示され、またそれに代わるFTAがどのような内容になり、いつ発効するか見極めがつかないことが、これらの移転計画を実行に移すきっかけになるか注目される。英国政府は投資の呼び込みや雇用維持のために、すでに決めている法人税率引き下げ（現在の計画は2020年までに17%へ引き下げ）に加えて新たな優遇策を打ち出すと見込まれるが、それでも、2017年中に事業の一部移転や拠点新設などを実行に移す企業が出てくると予想される。

消費者物価はほぼ2年半ぶりの高い伸び

ポンド安は原油価格の反発と相まって物価押し上げに寄与しており、12月の消費者物価上昇率は前年比+1.6%とほぼ2年半ぶりの高い伸びとなった。エネルギー価格が同+4.3%と加速が目立つが、エネルギーや食品などを除くコア物価の上昇率も同+1.6%と2014年8月以来の水準に加速した。12月の消費者物価上昇率はBOE（英中銀）のインフレ・ターゲットの同+2%をまだ下回るが、ポンド安を反映して輸入物価が急上昇し、生産者物価のうち販売価格も上昇ペースが加速しているため、消費者物価上昇率も加速傾向が続くと見込まれる。

ところで、英国の10-12月平均の失業率は4.8%と2005年半ば以来の低水準にあり、労働需給の引き締まりを反映して賃金上昇率にもやや加速の兆しが出ている。ただし、Brexitをにらんで企業が新規雇用に慎重になる可能性があり、賃金上昇率の加速は限定的と予想される。すなわち、実質賃金上昇率は減速が見込まれ、消費抑制要因となってくると予想される。インフレ加速が見込まれる一方、それが景気減速要因に作用することが予想される中、BOEは上振れ、下振れの双方を視野に入れた中立スタンスを当面維持することになると判断される。

図表1 英国の景気指標



(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、欧州委員会データより大和総研作成

ユーロ圏経済

消費者物価は3年3カ月ぶりの高い伸び

ユーロ圏でも年末に消費者物価上昇率の加速が鮮明になり、12月は前年比+1.1%と11月の同+0.6%から一気に1%台に乗せ、2013年9月以来の高い伸びとなった。エネルギー価格が同+2.6%と上昇に転じた影響が大きい。一方、エネルギーや食品を除くコア物価の上昇率は、12月は同+0.9%と11月の同+0.8%から若干の加速にとどまった。また、消費者の物価見通しは英国と比較するとごく緩やかな物価上昇しかまだ予想されていない。

1月のECB理事会は「現状維持」を選択

12月分の物価統計が発表されたあとの開催となった1月19日のECB（欧州中央銀行）の金融政策理事会では、政策金利である主要オペ金利を0%、中央銀行預金金利を-0.4%で据え置き、また資産買取プログラムは3月までは月額800億ユーロ、4月から12月までは同600億ユーロの買取という12月の決定内容が再確認された。また、フォワード・ガイダンスとして、今後、必要に応じて一段の利下げ、資産買取プログラムの規模拡大や実施期間の延長の可能性があることが示唆され、これまでの金融政策スタンスに何ら変更はなかった。

ECB（欧州中央銀行）が目指す消費者物価上昇率は「前年比+2%近くで、それをやや下回る水準」であり、12月の物価水準は加速したとはいえ、これをまだ大きく下回っている。また、ECBは足下の物価上昇率の加速の主因は原油価格の下げ止まりにあり、賃金上昇率の加速などより広範囲に及ぶインフレ要因はまだ顕在化していないとの認識であるため、金融政策の据え置きに意外感はない。

さらにもう一つ現状維持を決めた理由として、トランプ新大統領の政策や英国のEU離脱交渉が、ユーロ圏の景気やインフレに及ぼす影響を判断する手掛かりがまだほとんどないことが挙げられる。次回3月9日のECB理事会までには、トランプ新大統領の政策方針や、英国とEUとの離脱交渉開始に向けた動きなどより判断材料が増え、また、それを踏まえたECBスタッフによる景気・インフレ予想の更新も行われる。果たしてECBが政策スタンスを変更してくるか、例えば、一段の金融緩和の可能性への示唆がなくなるのか、景気とインフレのリスクとして上振れリスクへの言及が加わるのかなどが注目点となろう。

2016年のドイツは1.9%成長

ところで、1月19日のECB理事会ではドイツの消費者物価上昇率が12月に前年比+1.7%に加速した点をどう考えるかとの質問が複数なされた。当然ながらドラギ総裁は、ECBはユーロ圏全体のインフレ率を見て金融政策を決定すると回答した。南欧諸国の消費者物価上昇率にも加速の兆しが出ているが、スペイン以外は前年比+1%をまだ下回っており、ECBがインフレを警戒するのは時期尚早である。ただし、ドイツはユーロ圏経済の3割近くを占めることもあり、インフレ及び景気の上振れ要因としてドイツ経済の動向に注意を払っておく必要がある。

ユーロ圏で先陣を切って発表されたドイツの2016年のGDP成長率は+1.9%で、2015年の+1.7%から加速し、過去10年の平均である+1.4%も明確に上回った。牽引役は内需で、個人消費+2.0%、政府消費+4.2%、建設投資+3.1%、設備投資+1.7%となっている。雇用者増、原油価格下落、低金利が追い風となって、乗用車販売や住宅着工件数などが大きく伸びている。また、政府消費と建設投資の拡大の背景には、2015年にドイツに殺到した難民・移民の受け入れのための歳出拡大も寄与している。一方、輸出は+2.5%、輸入は+3.4%でいずれも2015年と比べて伸びがほぼ半減し、純輸出寄与度は-0.1%ポイントとマイナス寄与に転じた。

なお、難民対策等で歳出が増えたにもかかわらず、ドイツの2016年の財政収支はGDP比+0.6%の黒字になったと推計されている。財政黒字はこれで3年連続となる。財政黒字は難民対策基金として積み立てることになっているが、2017年9月にドイツ連邦議会（下院）選挙を控え、国民の税負担減税に回すべきとの意見や、公的債務残高の圧縮に活用すべきといった異論も出てきている。減税に活用されることになれば、新たな内需刺激要因となり得る。

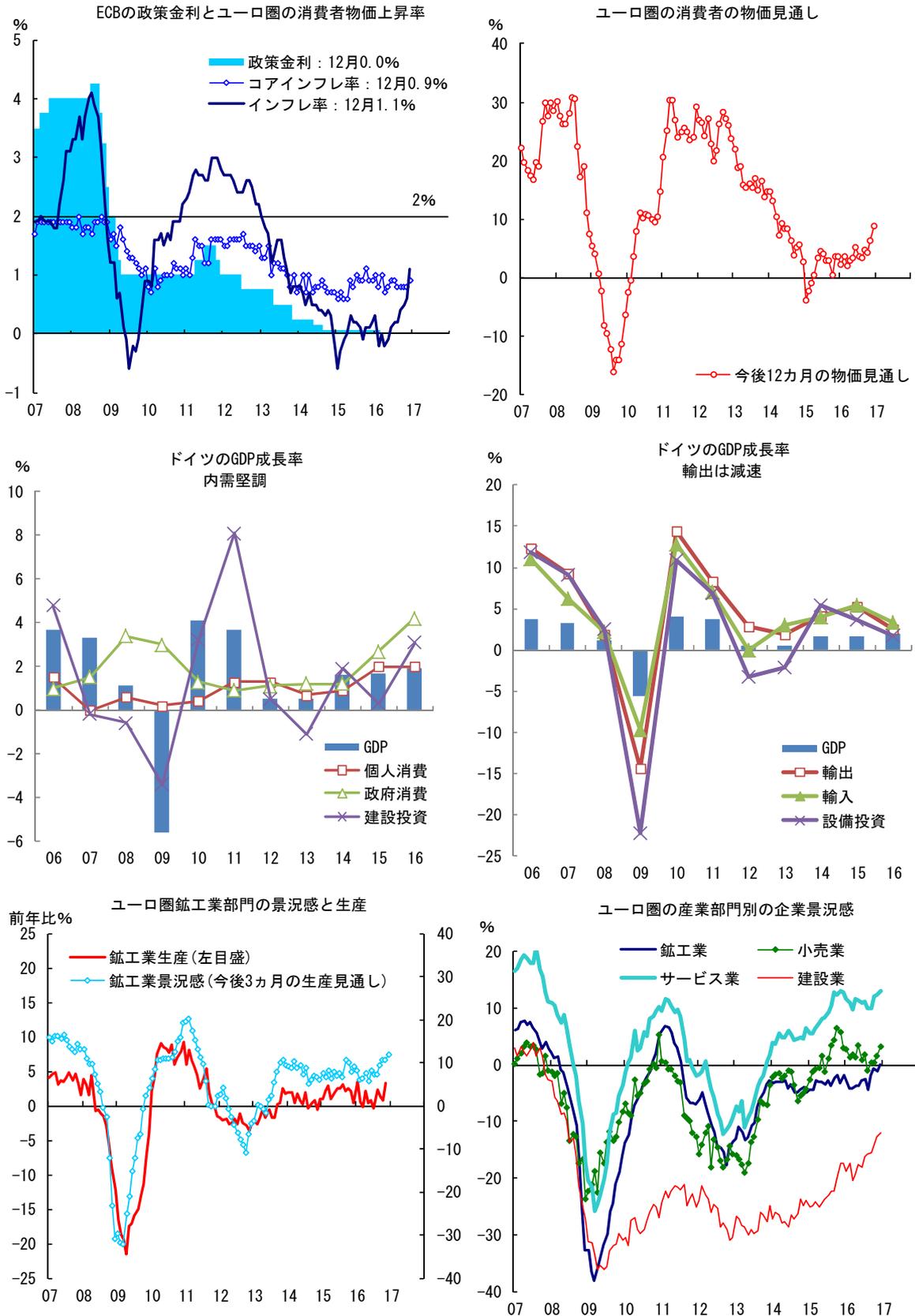
年末の景況感改善の主因は外需改善期待

好調な内需に比べて外需は振るわなかったのが2016年のドイツ経済の特徴で、同様のことがユーロ圏全体についても言える。もっとも、2017年の輸出は2016年と比べていくらか持ち直してくることが期待されており、それが年末にかけて企業景況感の一段の改善となって表れている。輸出回復が見込まれている理由の一つは原油価格の反発で、産油国の需要落ち込みに歯止めがかかり、資源や素材の取引が持ち直すと見込まれる。

もう一つの理由は、トランプ新大統領が減税や投資拡大、規制緩和といった政策を通じて米国経済の成長加速をもくろんでいることである。ただし、これらの経済対策が議会で審議され、決定されるまでには時間を要するため、その経済効果は2017年にはまだほとんど顕在化しないと見込まれる。財政刺激により米国の経済成長率がさらに加速するとの期待が、米国株高、ドル高ユーロ安などにつながり、これがユーロ圏の輸出環境を改善させる効果の方が大きいであろう。

とはいえ、周知の通りトランプ新大統領が狙っているのは米国での雇用の最大化や貿易不均衡の是正であり、ドル高が米国の輸出企業にとってマイナスの材料と判断すれば、それを阻止するような口先介入などを実施してくる可能性がある。ユーロ圏の対米貿易はユーロスタットによれば2015年は983億ユーロの黒字であり、2016年もほぼ同額の黒字になったと推測される。貿易不均衡是正の対象としてユーロ圏、あるいはその中でも対米黒字の大きいドイツがいつやり玉にあがってもおかしくないと懸念する声も上がっている。2017年のユーロ圏の輸出回復見通しは安定性に欠けると言わざるを得ない。

図表2 ユーロ圏の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除くベース
(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会、ドイツ統計局データより大和総研作成

<欧州経済・金利見通し>

ユーロ圏経済見通し

	2015 通年	2016					2017					2018 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.0%	2.0%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.8%	2.7%	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.3%	1.5%	1.9%	1.6%	2.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	3.2%	1.5%	4.7%	0.7%	2.4%	2.8%	2.8%	3.2%	3.2%	2.4%	2.7%	2.9%
輸出等	6.5%	0.8%	4.8%	0.2%	2.8%	2.3%	3.2%	2.8%	3.2%	3.6%	2.8%	3.8%
輸入等	6.4%	-0.4%	4.8%	0.9%	3.2%	3.0%	3.9%	3.6%	3.9%	4.1%	3.4%	4.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%
民間消費支出	1.8%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	1.5%	1.5%	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%
総固定資本形成	3.2%	2.4%	3.6%	3.0%	2.3%	2.8%	2.6%	2.3%	2.9%	2.9%	2.7%	2.9%
輸出等	6.5%	2.4%	2.5%	2.2%	2.1%	2.3%	2.8%	2.3%	3.0%	3.2%	2.8%	3.8%
輸入等	6.4%	3.4%	3.8%	2.9%	2.1%	3.0%	3.2%	2.9%	3.7%	3.9%	3.4%	4.3%
鉱工業生産（除建設）	2.0%	1.4%	1.1%	1.2%	2.0%	1.4%	1.3%	1.5%	1.2%	1.1%	1.3%	1.4%
実質小売売上高	2.7%	2.2%	1.8%	1.4%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	1.6%	1.8%	1.7%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.7%	0.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.6%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.6%	-1.8%	0.4%	-2.1%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.1%
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	10.0%	9.8%	10.1%	9.8%	9.7%	9.7%	9.6%	9.7%	9.5%
10億ユーロ												
貿易収支	352.3	89.4	97.9	89.5	84.0	360.8	81.0	78.0	75.0	70.0	304.0	260.0
経常収支	326.2	85.8	94.0	81.7	78.3	339.7	76.6	77.9	72.2	67.6	294.3	253.8
財政収支	-211					-184					-158	-163
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	-0.07%	0.19%	0.14%	0.38%	0.42%	0.47%	0.50%	0.44%	0.69%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.64%	-0.69%	-0.59%	-0.70%	-0.65%	-0.60%	-0.60%	-0.64%	-0.50%
欧 政策金利(未植)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2016年Q3まで実績値（消費者物価と金利は同Q4まで実績値）。それ以降は大和総研予想
(出所) EU統計局（Eurostat）、欧州中央銀行（ECB）、大和総研

英国経済見通し

	2015 通年	2016					2017					2018 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.2%	1.4%	2.6%	2.3%	1.5%	2.0%	0.8%	0.4%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%
民間消費支出	2.4%	3.2%	3.0%	2.8%	4.1%	2.9%	2.4%	1.8%	1.6%	1.4%	2.5%	1.7%
政府消費支出	1.3%	1.9%	-0.5%	0.2%	1.6%	0.9%	1.2%	1.6%	2.8%	3.2%	1.4%	2.5%
総固定資本形成	3.4%	-2.1%	4.3%	3.6%	2.0%	0.9%	-3.2%	-3.9%	-3.2%	-1.6%	-1.0%	-0.8%
輸出等	6.1%	-10.5%	5.5%	-9.9%	6.6%	1.1%	4.9%	4.1%	4.1%	2.4%	2.8%	3.5%
輸入等	5.5%	1.3%	1.5%	5.6%	4.1%	2.8%	3.2%	2.4%	2.0%	2.4%	3.2%	3.3%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.2%	1.8%	2.0%	2.2%	1.9%	2.0%	1.8%	1.3%	0.9%	0.8%	1.2%	1.4%
民間消費支出	2.4%	2.7%	3.0%	2.7%	3.3%	2.9%	3.1%	2.8%	2.5%	1.8%	2.5%	1.7%
政府消費支出	1.3%	1.8%	0.7%	0.2%	0.8%	0.9%	0.6%	1.1%	1.8%	2.2%	1.4%	2.5%
総固定資本形成	3.4%	0.6%	0.4%	0.5%	1.9%	0.9%	1.6%	-0.4%	-2.1%	-3.0%	-1.0%	-0.8%
輸出等	6.1%	1.6%	3.8%	1.7%	-2.4%	1.1%	1.5%	1.2%	4.9%	3.9%	2.8%	3.5%
輸入等	5.5%	0.6%	3.4%	4.2%	3.1%	2.8%	3.6%	3.8%	2.9%	2.5%	3.2%	3.3%
鉱工業生産	1.2%	0.1%	1.6%	1.1%	1.0%	0.9%	1.6%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.2%
実質小売売上高	4.3%	4.2%	4.3%	5.5%	5.7%	4.9%	3.7%	3.0%	2.4%	2.2%	2.8%	2.0%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.7%	1.2%	0.6%	2.0%	2.5%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%
生産者物価（出荷価格）	-1.7%	-1.0%	-0.4%	0.8%	2.4%	0.4%	3.0%	3.2%	3.4%	3.2%	3.2%	2.9%
失業率	5.4%	5.1%	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%	5.4%
10億英ポンド												
貿易収支	-119.7	-32.2	-30.2	-38.7	-30.5	-131.5	-33.4	-31.3	-39.8	-31.3	-135.8	-138.5
経常収支	-80.2	-23.6	-22.1	-25.5	-25.0	-96.2	-27.0	-27.0	-34.6	-24.1	-112.7	-110.5
財政収支	-74.8	0.4	-23.6	-15.9		-71.0					-85.5	-88.8
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.72%	1.26%	1.23%	1.40%	1.60%	1.70%	1.75%	1.61%	1.88%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.14%	0.16%	0.29%	0.20%	0.27%	0.33%	0.38%	0.30%	0.54%
政策金利(未植)	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

(注) 2016年Q3まで実績値（小売売上高、物価、金利は同Q4まで実績値）。それ以降は大和総研予想
(出所) 英国統計局（ONS）、英中銀（BOE）、大和総研